



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Rentas e Inversiones Baker SpA

Primera Clasificación del Emisor y sus valores

ANALISTAS:
Eric Pérez F.
Hernán Jiménez A.
eric.perez@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA
Marzo 2022

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Líneas de bonos y bonos
Tendencia **AA-
Estable**

EEFF base 30 de septiembre de 2021

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Línea a 10 años	N°1064 de 11.02.2021
Serie A (BAKER-A)	Primera emisión
Serie B (BAKER-B)	Primera emisión
Línea a 30 años	N°1065 de 11.02.2021

Estados de Resultados Individuales IFRS			
M\$ de cada año	2019 ¹	2020	sep-21
Ingresos de actividades ordinarias	565.931	7.005.885	5.582.515
Gastos de administración	-35.173	-1.259.142	-1.237.677
Otras ganancias (pérdidas)	-	-2.158	351.231
Costos financieros	-34.053	-501.558	-337.982
Utilidad del ejercicio	216.821	2.252.898	2.082.009

Estados de Situación Financiera Individuales IFRS			
M\$ de cada año	2019	2020	sep-21
Activos corrientes	798.030	4.422.133	13.727.679
Activos no corrientes	61.302.916	60.742.279	115.753.011
Total activos	62.100.946	65.164.412	129.480.690
Pasivos corrientes	536.049	29.653.912	693.775
Pasivos no corrientes	30.781.904	2.474.609	83.864.861
Patrimonio	30.782.993	33.035.891	44.922.054
Total patrimonio y pasivos	62.100.946	65.164.412	129.480.690

¹ Los EEFF de diciembre 2019 corresponden a EEFF Consolidados y abarcan solamente un mes de operación.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Rentas e Inversiones Baker SpA (Baker) es una sociedad perteneciente a Private Equity I Fondo de Inversión administrado por Ameris Capital Administradora General de Fondos, en el cual participa como principal aportante Southern Cross Group. La sociedad tiene como objeto desarrollar e invertir en bienes corporales e incorporeales, muebles o inmuebles o derechos constituidos sobre los mismos, además de su administración para la obtención de rentas que deriven de estos bienes.

Dentro de los principales fundamentos que sustentan la clasificación de **Baker** en "*Categoría AA*-" destaca la capacidad de generación de flujos que presentan los activos de la sociedad, lo que permite que sus inmuebles de rentas, que garantizan la deuda actual, se valoricen en torno a 2,2 veces el valor de la deuda. La generación de flujos de estos activos —lo que sustenta también su valorización— corresponde principalmente al arriendo de terrenos para el funcionamiento de estaciones de servicios pertenecientes a Esmax Distribución, empresa relacionada a **Baker** y ligada a la distribución y comercialización de combustibles y lubricantes. Estas estaciones de servicios, que operan bajo la marca Petrobras, representan cerca del 92,9% de los ingresos anualizados que genera la sociedad, ubicadas mayoritariamente dentro de centros urbanos, mientras que el 7,1% restante de las rentas provienen de negocios complementarios al negocio de combustibles, como arriendo de locales a restaurantes y farmacias básicamente.

Lo anterior permite entregar una alta capacidad de predictibilidad de los ingresos para el plazo remanente de los contratos, y un bajo riesgo de los mismos dada la adecuada solvencia de los arrendatarios, en particular porque Esmax posee una clasificación de riesgo en "*Categoría AA*-" y los restantes arrendatarios, distintos de las empresas relacionadas, no representan en su totalidad una gran participación en los metros cuadrados arrendables (lo que facilita la gestión).

Otro aspecto positivo que se destaca son las características propias del negocio, las que una vez que se materializan las inversiones, permiten que el flujo de caja operacional de la empresa sea elevado en relación con su nivel de ingreso, logrando alcanzar un margen EBITDA cercano al 77,8%, el cual podría aumentar a medida que se vayan incorporando nuevos activos en un crecimiento orgánico del negocio (que apoyen la absorción de los gastos de administración), sin perjuicio que estas incorporaciones podrían afectar el margen mientras no entren totalmente en régimen.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve limitada por el hecho de que la sociedad requiere hacer inversiones relevantes en activos fijos para mantener un crecimiento orgánico, ya sea en la inversión de nuevos terrenos para habilitar nuevas estaciones de servicios o inmuebles que complementen el negocio de distribución de combustibles que se arriendan a terceros, los cuales son financiados —en general— por una mezcla de deuda y flujos de efectivo generados por el arriendo de las propiedades que posee **Baker**. En este sentido, la ejecución de proyectos no exitosos o menos rentables que los existentes podría deteriorar la relación actual entre capacidad de generación de flujos del emisor y sus obligaciones financieras. Además, el desarrollo de estos proyectos incorpora dos riesgos adicionales a los asociados a las rentas, como una subestimación de los costos de desarrollo de los proyectos y de los plazos necesarios para iniciar su arriendo, los que afectan la rentabilidad misma del nuevo activo, incorporado también un retraso en la generación de flujos que se destinen para el pago de la deuda.

Por último, la perspectiva de la clasificación se asigna como "*Estable*" por cuanto no se visualizan cambios que puedan afectar la clasificación en el mediano plazo.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Alta capacidad de generación de flujos.

Fortalezas complementarias

- *Duration* de los contratos.
- Solvencia de los arrendatarios.

Riesgos considerados

- Crecimiento limitado a nuevas inversiones.
- Concentración de arrendatarios.

Definición categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

"-" Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Hechos recientes

Resultados septiembre 2021

A septiembre de 2021 la sociedad registró ingresos de actividades ordinarias por \$ 5.583 millones, correspondiente a un aumento del 7,2% a lo registrado al mismo semestre del año anterior. Por su parte, los gastos de administración registraron un aumento del 31,5% principalmente debido a gastos extraordinarios de asesorías, alcanzando los \$ 1.238 millones a septiembre de 2021.

Con todo, la ganancia de la sociedad al cierre del tercer trimestre de 2021 fue de \$ 2.082 millones, mostrando una disminución del 38,2% respecto a la ganancia del mismo periodo el año pasado.

Oportunidades y fortalezas

Alta capacidad de generación de flujos

A septiembre de 2021 los ingresos superan en un 7% los ingresos obtenidos en septiembre 2020 y de las 90 propiedades inversión que posee, 85 son terrenos arrendados a Esmax Distribucion SpA. Esto demuestra la alta capacidad de generación de flujos que tiene **Baker**, considerando los negocios de sus arrendatarios.

Esto lo representa el alto margen ebitda que a septiembre de 2021 alcanza un 77,8%, lo que nos indica que de los ingresos que genera queda un elevado porcentaje en caja.

Duration de los contratos

Los contratos de arriendo son a muy largo plazo, teniendo una duración remanente promedio de 16 años. Esto favorece la estabilidad de los ingresos y permite proyectarlos a largo plazo. En particular que la deuda es de corto plazo.

Solvencia de los arrendatarios

El principal arrendatario de **Baker** es Esmax Distribucion SpA, el cual concentra más del 90% de los ingresos y se encuentra clasificado en "Categoría AA-" por **Humphreys**. Esto permite inferir que la solvencia de los arrendatarios debería resistir cambios en la industria y la economía, y por ende también los ingresos de **Baker**.

Factores de riesgo

Crecimiento limitado a nuevas inversiones

Dada la naturaleza del negocio, en orden de poder generar más ingresos es necesario invertir en terrenos adicionales para nuevas estaciones de servicio o al menos invertir en mayor infraestructura dentro de los terrenos existentes para poder ofrecer servicios complementarios. Esto conlleva la exposición a otros riesgos tales como el sobrecosto o sobreplazo de dichas inversiones. Con todo, este riesgo se atenúa con el crecimiento, ya que las nuevas inversiones van reduciendo su importancia relativa.

Concentración de arrendatarios

El hecho de que el principal arrendatario sea Esmax Distribucion SpA, concentrando más de un 90% de los ingresos, implica que tanto la estabilidad como el crecimiento en los ingresos y el desarrollo de nuevas inversiones depende en gran medida de la demanda de este. Sin embargo, dicho riesgo se encuentra mitigado por la clasificación de riesgo del Esmax Distribucion SpA en "Categoría AA-" y la historia que tiene.

Antecedentes generales

La compañía

Baker fue constituida producto de la división de Esmax Distribución SpA, ubicando sus inmuebles de renta de largo plazo en **Baker**. El único accionista de la sociedad es Private Equity I Fondo de Inversión, administrado por Ameris Capital Administradora General de Fondos S.A. y en el cual participa como principal aportante Southern Cross Group ("SCG").

La sociedad tiene por objeto efectuar toda clase de inversiones en bienes corporales e incorporeales, muebles o inmuebles o derechos constituidos sobre los mismos, su administración y la percepción de rentas y frutos naturales y civiles que deriven de las anteriores; y la adquisición o inversión a cualquier título en bienes raíces, su explotación bajo forma de compraventas, usufructos, subdivisiones, loteos, urbanizaciones, enajenaciones de cualquier especie, arrendamientos gravados y no gravados con IVA y otros, el desarrollo de toda clase de proyectos inmobiliarios, la administración de los mismos y la percepción de sus frutos.

Su principal cliente es Esmax Distribucion SpA, quien le arrienda los terrenos para las estaciones de servicio de Petrobras.

Distribución de los flujos

Al revisar los ingresos por arriendo, asociados a los terrenos donde se encuentran las estaciones de servicio de Petrobras y algunos negocios complementarios, se puede apreciar una adecuada atomización por activo dado que el principal inmueble aporta cerca del 3,6% de los ingresos por arriendos, mientras que los cinco principales representan cerca del 15,8%. El resto se distribuye entre otros 80 inmuebles en arriendo distribuidos a lo largo de Chile, existiendo algunos más que aún no son entregados en alquiler. La Ilustración 1 presenta la distribución de los ingresos generados por el arriendo de los principales activos de la compañía.

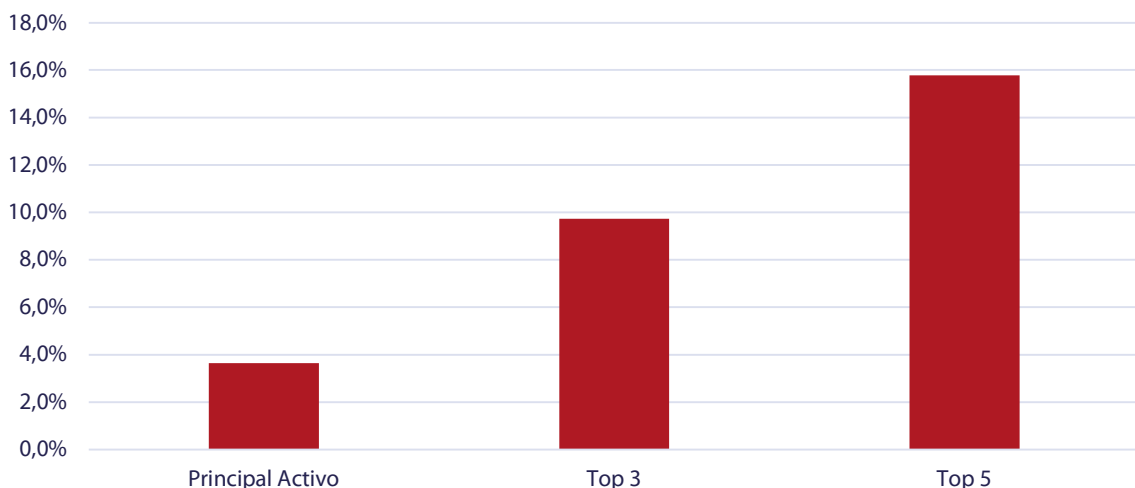


Ilustración 1: Distribución de ingresos de los principales activos

Por el lado de la distribución por clientes, se puede ver que el principal es Esmax Distribución SpA, el cual representa cerca de un 92,9% de los ingresos, mientras que el resto se distribuye entre otros ocho clientes (sin considerar a aquellos contratos suscritos que aún no comienzan a operar). Si bien se considera una concentración elevada de los ingresos, este riesgo se ve contenido debido a la relación que poseen ambas compañías y a la clasificación de riesgo del arrendatario, la cual corresponde a "Categoría AA-" asignada por **Humphreys**.

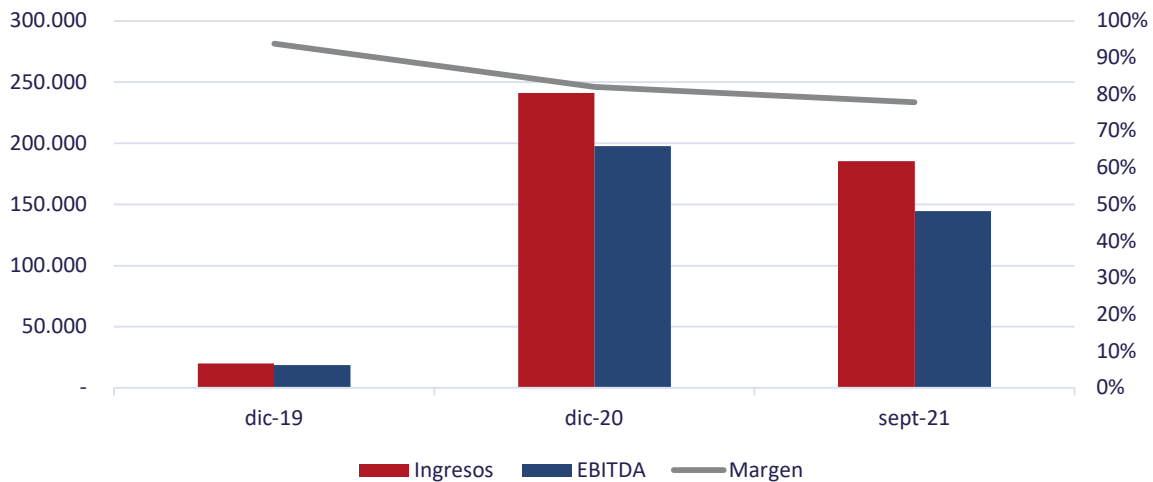


Ilustración 2: Ingresos y EBITDA de los activos de la compañía

Ingresos y EBITDA

Si bien los ingresos y el EBITDA registrados a septiembre 2021 han presentado un aumento respecto al mismo periodo en 2020, se puede apreciar una tendencia a la disminución del margen EBITDA. Sin embargo, esta disminución en 2021 es producto de gastos extraordinarios de asesorías, cerrando a septiembre 2021 con un margen EBITDA cercano al 78%, tal como se presenta en la Ilustración 2.

Índice de Cobertura Global

El Índice de Cobertura Global es calculado como la relación entre el valor presente del EBITDA proyectado para el periodo esperado de vigencia de la deuda descontado a la tasa de interés esperado de la misma (supuesto **Humphreys**), y el valor de la deuda financiera, sin considerar los flujos que se generarían con posterioridad al vencimiento de la deuda (año 2024). Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, se presume que no debiera de presentar problemas para dar cumplimiento de sus pasivos financieros (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos). Para el caso de **Baker**, a la fecha de evaluación, este indicador asciende 1,12 veces; sin embargo, si dentro de los flujos se incorporan aquellos a generar a partir del año 2024, asumiendo una perpetuidad, se tiene un indicador de 5,07 veces. La trayectoria de este indicador, suponiendo que toda la deuda se paga el año 2024, se presenta en la Ilustración 3.

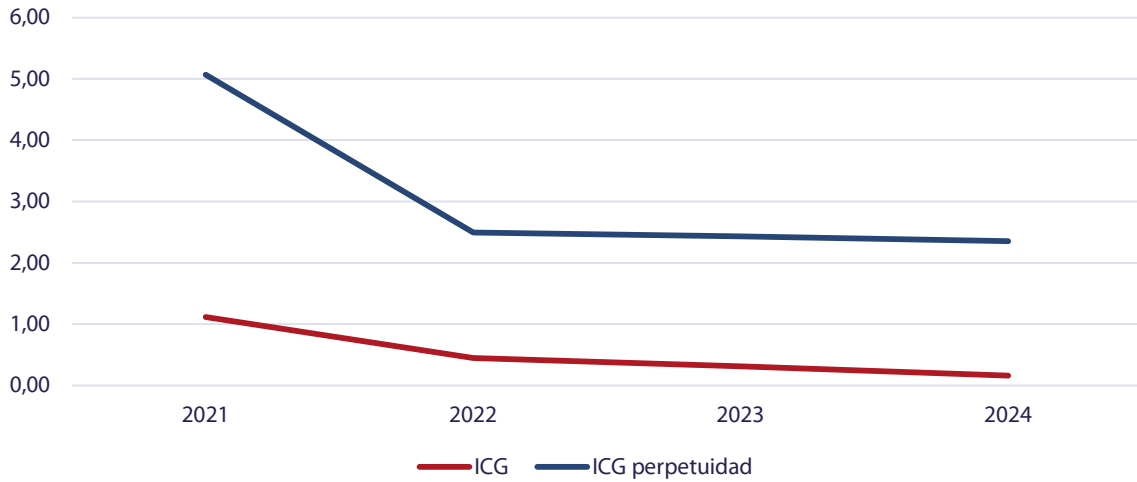


Ilustración 3: Índice de Cobertura Global de la Deuda

Cabe destacar que, dada la estructura de la deuda, con un gran pago el año 2024, los flujos generados en dicho año no alcanzarían a cubrir el pago de la deuda (el vencimiento equivale a 7,9 veces el EBITDA actual); sin embargo, se cuenta con capacidad de refinanciamiento, tal como se muestra en el siguiente acápite.

Índice de Cobertura Proyectado

Dado que la deuda tendría un vencimiento de UF 2 millones en 2024 y podría requerirse refinanciar dicho pago, a continuación, se muestra la relación entre el valor actual estimado para los flujos a esa fecha, descontado a distintas tasas de interés, y el saldo insoluto de los pasivos al mismo año. Para efectos de la determinación del valor actual se toma como referencia los flujos actuales y se castigan de acuerdo con lo mostrado en la siguiente tabla.

Tabla 1: Índice de Cobertura Proyectado

ICP Tasa Interés	Castigo de Flujos						
	5%	10%	15%	20%	30%	40%	50%
3,50%	3,39	3,21	3,03	2,85	2,50	2,14	1,78
4,00%	2,97	2,81	2,65	2,50	2,18	1,87	1,56
4,50%	2,64	2,50	2,36	2,22	1,94	1,66	1,39
5,00%	2,37	2,25	2,12	2,00	1,75	1,50	1,25
5,50%	2,16	2,04	1,93	1,82	1,59	1,36	1,13
6,00%	1,98	1,87	1,77	1,66	1,46	1,25	1,04

Lo anterior indicaría que **Baker** podría ser capaz de pagar su deuda a través de refinanciamiento incluso ante caídas de sus flujos en un 50% y con incrementos de tasa que lleguen al 6,0% en términos reales.

Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, si bien se mantuvo estable entre 2019 y 2020, ha mostrado un aumento entre el durante el 2021 debido principalmente a incrementos en el nivel de pasivos. A septiembre de 2021, el indicador alcanzó las 1,88 veces. La Ilustración 4 muestra la evolución del indicador.

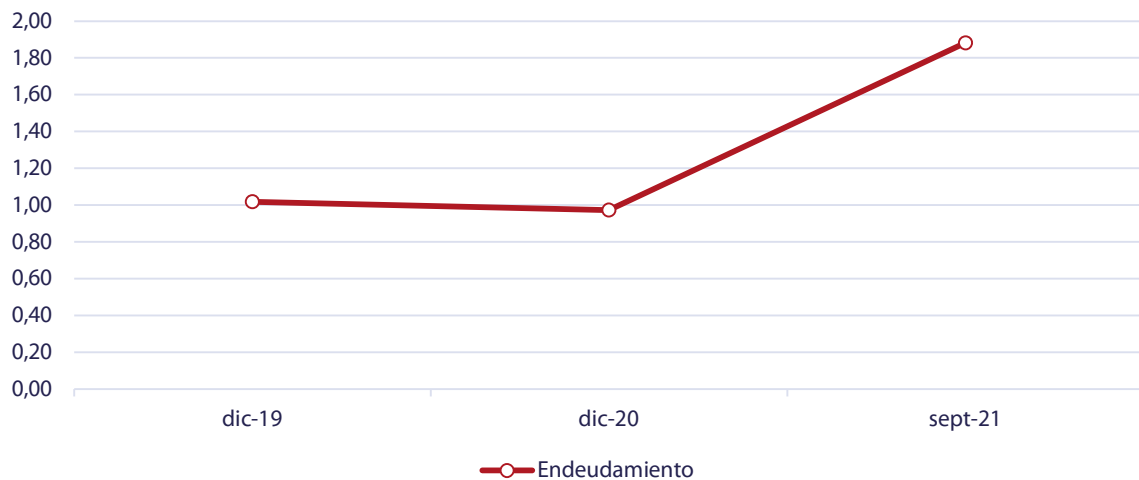


Ilustración 4: Evolución del endeudamiento

Liquidez

La liquidez de la sociedad concesionaria se situó por debajo de la unidad en el año 2020, debido a que los pasivos financieros eran en su totalidad de corto plazo, sin embargo, durante el 2021 se realizó una modificación en el plazo de la deuda por lo que a septiembre de 2021 la razón de liquidez registró las 19,79 veces, tal como se aprecia en la Ilustración 5.

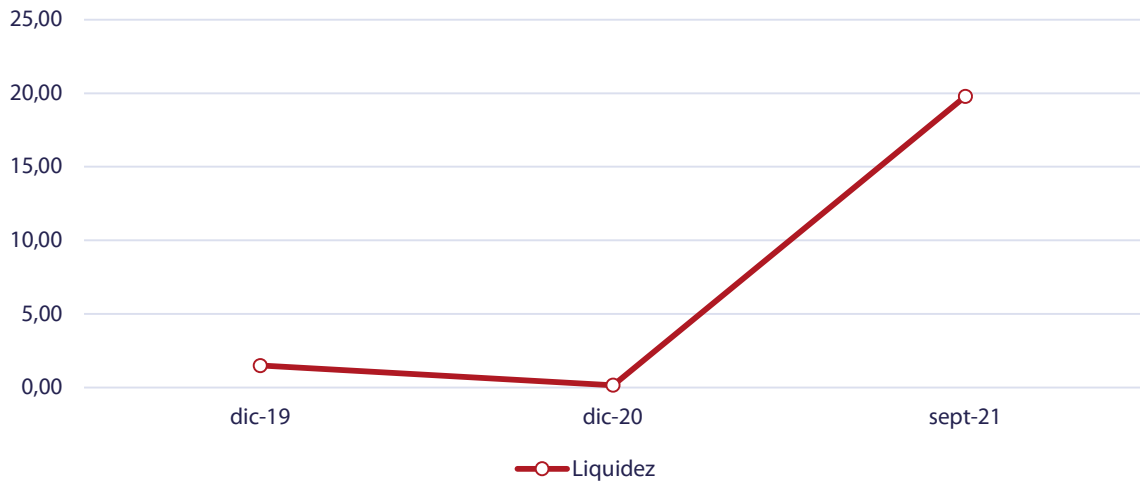


Ilustración 5: Evolución del indicador de liquidez

“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.”